

Обзор долгового и денежного рынков

Бодрин Юрий research@sviaz-bank.ru
Тарасов Олег CR@sviaz-bank.ru

СОДЕРЖАНИЕ

Обзор рынков	Бодрин Юрий
Комментарий по внешнему рынку	2
Комментарий по денежному рынку	6
Комментарий по рынку внутренних долгов	8
Кредитный комментарий	Тарасов Олег
Натур Продукт предложил «панацею» от дефолта	10
Карта рынка. Государственные и корпоративные обязательства	13

ОСНОВНЫЕ НОВОСТИ НЕДЕЛИ

- 01 июня Минфин разместил на аукционе ОФЗ серии 25063 на сумму 809,997 млн. рублей, доходность по цене отсечения - 12,05 % годовых.
- Кредитные рейтинги российского БИНБАНКА понижены до «В-/ruBBB-» в связи с усилением кредитных рисков; прогноз — «Негативный».
- Выпуску приоритетных необеспеченных облигаций ОАО «Российские железные дороги» объемом 15 млрд рублей серии 12 присвоены рейтинги «BBB/ruAAA» от S&P.
- ОАО «РЖД» разместило облигации серии 12 на 15 млрд. рублей, доходность к оферте - 15,46 % годовых.
- ЗАО «УЗПС» установило ставку 7 – 8-го купонов по облигациям серии 01 в размере 10 % годовых.
- СБ Банк установил ставку 5 – 6-го купонов по облигациям серии 02 в размере 17,5 % годовых.
- ЦБ РФ проведет 4 июня аукцион по размещению ОБР–9 на сумму 5 млрд. рублей.
- «Золото Селигдара» 4 июня начнет размещение облигаций серии 03 на 1,5 млрд. рублей.
- Минфин РФ проведет 1 июня аукцион по доразмещению ОФЗ-ПД выпуска 25063 на 5 млрд. рублей.
- Денежная база в России в узком определении за неделю возросла с 3,8717 трлн. до 3,8939 трлн. рублей – ЦБ РФ.
- АВТОВАЗ выкупил по оферте облигации серии 04 на 431,7 млн. рублей.
- Курганмашзавод установил ставку 5 – 6-го купонов по облигациям серии 01 в размере 18 % годовых.
- «Жилсоципотека-Финанс» не получила заявок на приобретение облигаций серии 03 по оферте.
- Минфин РФ проведет 2 июня депозитный аукцион объемом 60 млрд. рублей.

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ

Денежный рынок

Показатель	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. года
Курс ЦБ USD/RUR	30.9843	31.3259	30.9843	29.3916
Курс ЦБ EUR/RUR	43.3780	43.3269	43.3780	41.4275
Курс EUR/USD	1.3999	1.3831	1.3999	1.4095
Ставка Fed Funds	0 – 0.25	0 – 0.25	0 – 0.25	0 – 0.25
Ставка ЕЦБ	1.00	1.00	1.00	2.50

Остатки на кор/сч ЦБ (млрд. рублей)

	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. года
По России	414.1	414.0	414.1	1 026.9
По Москве	273.0	269.0	273.0	802.7
Депозиты банков	407.4	409.3	407.4	136.6

Межбанковский рынок и мировые индикаторы

Показатель	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. Года
Mosprime 6m	13.96	14.00	13.96	22.67
Mibor – 1 день	8.25	8.26	8.25	10.55
Libor 6m USD	1.2400	1.2600	1.2400	1.7525
Индекс EMBI+	433.69	434.98	433.69	665
Индекс EMBI+ Rus	477.73	478.55	477.73	719

Долговые рынки

Показатель	Посл.	Пред.	Нач. Мес.	Нач. Года
10Y UST	3.51	3.61	3.51	2.49
Rus'30	7.60	7.68	7.60	10.05
Москва 39	14.20	14.26	14.20	8.80
Газпром А6	10.78	8.09	10.78	10.27
ОФЗ 46018	8.43	11.34	8.43	8.54

Товарные и фондовые рынки

Показатель	Посл.	Пред.	Нач. мес.	Нач. года
Индекс Dow Jones	8500.33	8403.80	8500.33	9034.69
Индекс РТС	1087.59	1053.73	1087.59	626.85
Brent Crude (ICE)	65.80	64.10	65.80	47.04
Light Sweet (NYMEX)	66.31	65.08	66.31	46.34
Gold	978.8	961.5	978.8	878.8

Комментарий по внешнему рынку

US Treasuries

Минувшая неделя для рынков США началась с праздников. В последний понедельник мая американцы отмечали День поминовения.

Во вторник американские казначейские обязательства демонстрировали разнонаправленную динамику котировок. Начался день со снижения доходностей UST на фоне появившегося у инвесторов мнения, что экономика США восстанавливается медленнее, чем ожидалось ранее. Добавила пессимизма в действия участников рынка Северная Корея, проведя очередные ядерные испытания, в результате чего мировые фондовые индексы поползли вниз, а котировки безрисковых активов вверх. Дополнительный позитив для покупателей трейжеров поступил со стороны ФРС США, продолжившей выкуп американских гособлигаций. Однако после публикации статистических данных по США котировки вернулись на уровни предыдущего дня. **Индекс потребительского доверия в мае вырос с 40,8 до 54,9 пункта.** Очень неплохая динамика – самое большое месячное увеличение за 6 лет. Легко предположить, чем это было обусловлено, даже не имея на руках отчета.

Естественно резко вырос индекс ожиданий – с 51 до 72,3 пункта. Индекс текущей ситуации все еще очень слаб, но смог прибавить 3,4 пункта до 28,9. Таким образом, если судить по этому индексу, потребители уже не так сильно подавлены, как несколько месяцев назад.

Чем вызван рост индекса ожиданий? Прежде всего, динамикой фондового рынка и общим ажиотажем в прессе относительно улучшения ситуации в экономике. За два месяца индекс ожиданий проделал вверх путь в 42,1 пункта параллельно с основными биржевыми индексами (с 9 марта Dow вырос примерно на 30%).

Рынок труда, с которым исторически данный индекс тем временем не демонстрирует подобного оживления, хотя и здесь возможно замедление падения. Позитивным сигналом я считаю разворот четырехнедельной скользящей средней по числу первоначальных обращений за пособиями по безработице.

Однако, пока нет никаких подтверждений и уверенности в будущем относительно того, что рост потребительских ожиданий приведет к росту потребительских расходов. Значительную роль будет играть дальнейшая динамика рынка акций (который имеет все шансы на разворот) и свежая статистика.

Но пока что граждане настроены оптимистично. Число тех, кто считает получение нового рабочего места легко доступным выросло с 4,9 % до 5,7 %. Примерно также сократилось и число тех, у кого с новой работой проблемы. 20 % против 6,8 % еще в феврале в ближайшие 6 месяцев ожидают улучшения ситуации с занятостью. Число пессимистов также сокращается четвертый месяц подряд – таковых в мае было 25,2 % (47 % в феврале).

Вслед за занятостью растут ожидания увеличения личных доходов. И также увеличилось число граждан, планирующих приобретение товаров длительного пользования по достаточно многим категориям кроме, конечно, домов.

Также 26 мая регулятор размещал очередную порцию трейжеров. Итоги аукциона по размещению 2-ухлетних UST объемом 40 млрд. долларов США можно признать успешными. Общий объем спроса превысил размещаемый объем в 2,94 раза против превышения в 2,72 раза на апрельском аукционе. При этом активность иностранных инвесторов была зафиксирована на уровне 54,4 % (в апреле – 28,7 %).

На следующий день Федрезерв размещал 5-тилетние американские госбумаги объемом 35 млрд. долларов США. Несмотря на общий негативный фон, результаты данного аукциона также оказались довольно хорошими. Общий объем спроса оказался выше предложения в 2,32 раза против апрельских 2,22. При этом активность нерезидентов составила порядка 44,2 % (на предыдущем аукционе – 30,8 %).

Учитывая продолжающееся снижение котировок в длинной части кривой доходности UST и итоги минувших аукционов по размещению «коротких» американских госбондов можно сделать вывод, что идет некий переход инвесторов из длинных в короткие бумаги, а кривая доходности UST при этом принимает более «крутой» вид. В теории данная форма кривой доходности казначейских

обязательств свидетельствует о том, что экономика начинает набирать обороты и появляются опасения, что в ближайшем будущем инфляция станет значительной проблемой. Однако в нынешних условиях говорить об угрозе инфляции не приходится. Ситуация в экономике США скорее обратная. Штаты стоят на грани дефляции. В итоге единственное объяснение такое кривой – желание участников рынка получить какую-то ценовую стабильность в коротком (среднем) сегменте кривой доходности US Treasuries за счет выкупа ФРС США трейжерей. При этом рост доходности длинных UST, скорее всего, продолжится. Спрос на долгосрочные трейжера теперь, вероятнее всего, восстановится не ранее завершения шестимесячной программы покупки госбумаг регулятором.

Кстати, в среду ФРС США продолжила выкуп госбумаг. Были выкуплены облигации на сумму 6 млрд. долларов США с погашением в период с мая 2012 года по июль 2013 года.

27 мая был опубликован очередной блок американской статистики. Эффект в целом нейтральный.

Перепродажи домов в США в апреле выросли на 2,9 % относительно предыдущего месяца до 4,68 млн. Прогноз предполагал увеличение только до 4,66 млн. При этом на 20 тыс. вниз были пересмотрены данные предыдущего месяца. Национальная ассоциация риэлтеров сообщила, что число продаж, вызванных лишением права собственности сократило свою долю в общем объеме с 50 % до 45 %. Тем не менее, они по-прежнему являются серьезной проблемой.

Как мы видим, продажи держатся примерно на одном уровне с конца 2008 года. Попытка ли это нащупать дно? Возможно, однако, здесь стоит отметить и значительный объем запасов непроданных пока домов. В апреле он вырос с 3,06 до 3,34 млн. (10,2 мес. продаж) домов и еще больше отдалился от исторически нормальных уровней. Лишь отчасти это увеличение можно приписать началу весеннего сезона продаж. Пока предложение на рынке чрезмерно, мы будем наблюдать дальнейшее снижение цен. А средняя цена дома на одну семью изменилась не сильно и все еще в глубоком (~-15 %) минусе.

Увеличение продаж наблюдалось как по категории домов на одну семью, так и в кондоминиумах. Правда рост первой более существенен – с 4,08 до 4,18 млн.

В четверг главной движущей силой глобальных рынков стала макроэкономическая статистика США.

Продажи новостроек в США в апреле после пересмотра мартовских данных с 356 тыс. до 351 тыс. выросли на 0,3 % (ждали +1,1 %) до 352 тыс. Ничего смертельного – данный сегмент рынка пытается сформировать дно. Этому сильно способствует дальнейшее снижение запасов – до 297 тыс. домов или 10,1 месяц продаж. Запасы впервые с 2001 года опустились ниже 300 тыс. и имеют все шансы сократиться еще больше. Запасы вернулись на исторически нормальные для себя уровни, но в текущей ситуации я бы не исключал еще большего снижения.

Я не ожидаю дальнейшего существенного снижения продаж и рассчитываю на стабильные данные этим летом.

Заказы на товары длительного пользования продемонстрировали существенный (+1,9 %) и неожиданный (ждали +0,5 %) рост. Это было достаточно благосклонно воспринято рынками (особенно российским), несмотря на пересмотр предыдущего месяца с -0,6 % до -2,7 %. Совокупный итог двух месяцев -0,2 %.

Заказы без учета автомобилей также лучше прогноза (+0,8 % против -0,3 %). Правда и тут пересмотр, причем еще более существенный – с -0,6 % до -2,7 %. Рост достигнут, прежде всего, росту заказов на транспорт (+5,4 %) и связанных с обороной (+23,2 %).

Впрочем, также выросли заказы на металлы, электронное оборудование и машинное оборудование. Высокотехнологичное оборудование после увеличения в феврале и марте вновь показало снижение объема заказов.

Заказы на невоенные средства производства без учета авиатехники упали на 1,5 %. Запасы продолжают падать – в апреле снижение составило -0,8 %, четвертый подряд месяц отрицательных значений.

Что касается запасов, то в годовом выражении положительную динамику все еще демонстрируют основные средства и гражданская авиация.

Темпы снижения в невыполненных заказах на гражданские средства производства без учета авиатехники замедлились. Это может говорить о том, что расходы бизнеса, замороженные в разгар кризиса в прошлом году, постепенно начинают «оттаивать», что может свидетельствовать о прохождении пика безработицы среди временного персонала.

На этом фоне мировые фондовые индексы демонстрировали положительную динамику. Несмотря на это в сегменте казначейских обязательств также прослеживался рост котировок. В итоге

индикативный выпуск US Treasuries 10 на момент закрытия торговой сессии потеряли в доходности порядка 13 б.п. по сравнению с закрытием предыдущего рабочего дня. Эффективная доходность выпуска к погашению составила 3,61 % годовых.

Также довольно успешно прошел аукцион по размещению 7-милетних UST объемом 26 млрд. долларов США. Общий объем спроса превысил размещаемый объем в 2,26 раза, что практически совпало с апрельским аукционом. При этом активность иностранных инвесторов составила 33 %.

В последний торговый день недели в США публиковался очередной блок важных макроэкономических данных.

ВВП I квартала был пересмотрен с -6,1 % до -5,7 %. Рынок ждал -5,5 %. Слабее. Но не смертельно. Часть данных подкорректировали, и они позволили улучшить результаты. Слабость была ожидаема, но в отчете есть и позитивные моменты. Реальные конечные продажи предполагают восстановление спроса. В то время как прибыли от текущего производства выросла. Прибыль от текущего производства выросла на 42,6 млрд. долларов США в этом квартале. По сравнению с предыдущим мы видим улучшение и для финансовых компаний и для реального сектора. Прибыль финансового сектора выросла после трех кварталов серьезного сокращения.

Чистый экспорт и потребление стали основными статьями пересмотра.

Сокращение товарно-материальных запасов было не таким серьезным, как изначально предполагалось, но, тем не менее, тенденция очевидна и к концу года можно ожидать значительных улучшений в этом плане.

Инфляция, судя по дефлятору в 1,9 % под контролем, что совпадает и с другими имеющимися данными.

Индекс потребительского доверия по версии университета Мичигана в мае вырос с 67,9 до 68,7 пунктов, немного превысив прогноз. Дно индексом похоже сформировано, а вот с ростом оптимизма дела пока обстоят не слишком хорошо. Выше 70 в этом году индекс еще не поднимался.

Тем не менее, потребители более «оптимистичны», чем парой месяцев назад, слушая про «зеленые ростки» и наблюдая рост рынка акций. И верят в восстановление, игнорируя комментарии относительно того, что оно будет очень долгим и тяжелым.

Ожиданий по инфляции в перспективе ближайшего года и пяти лет по сравнению. С апрелем выросли, но незначительно.

В результате закрытие индикативного выпуска US Treasuries 10 проходило с доходностью 3,51 % годовых.

На текущей неделе высокая волатильность в сегменте американских казначейских облигаций, вероятнее всего, вновь будет иметь место. С одной стороны трейжера в какой-то степени перепроданы, а с другой – МИНФИН США 04 июня опубликует новые объемы размещения на июньских аукционах UST. В результате этого на котировки базовых активов, скорее всего, будет оказано значительное давление.

Еврооблигации

В первый торговый день недели в сегменте emerging markets особых перемен зафиксировано не было. Это и не удивительно, учитывая удлиненные выходные в США и Великобритании.

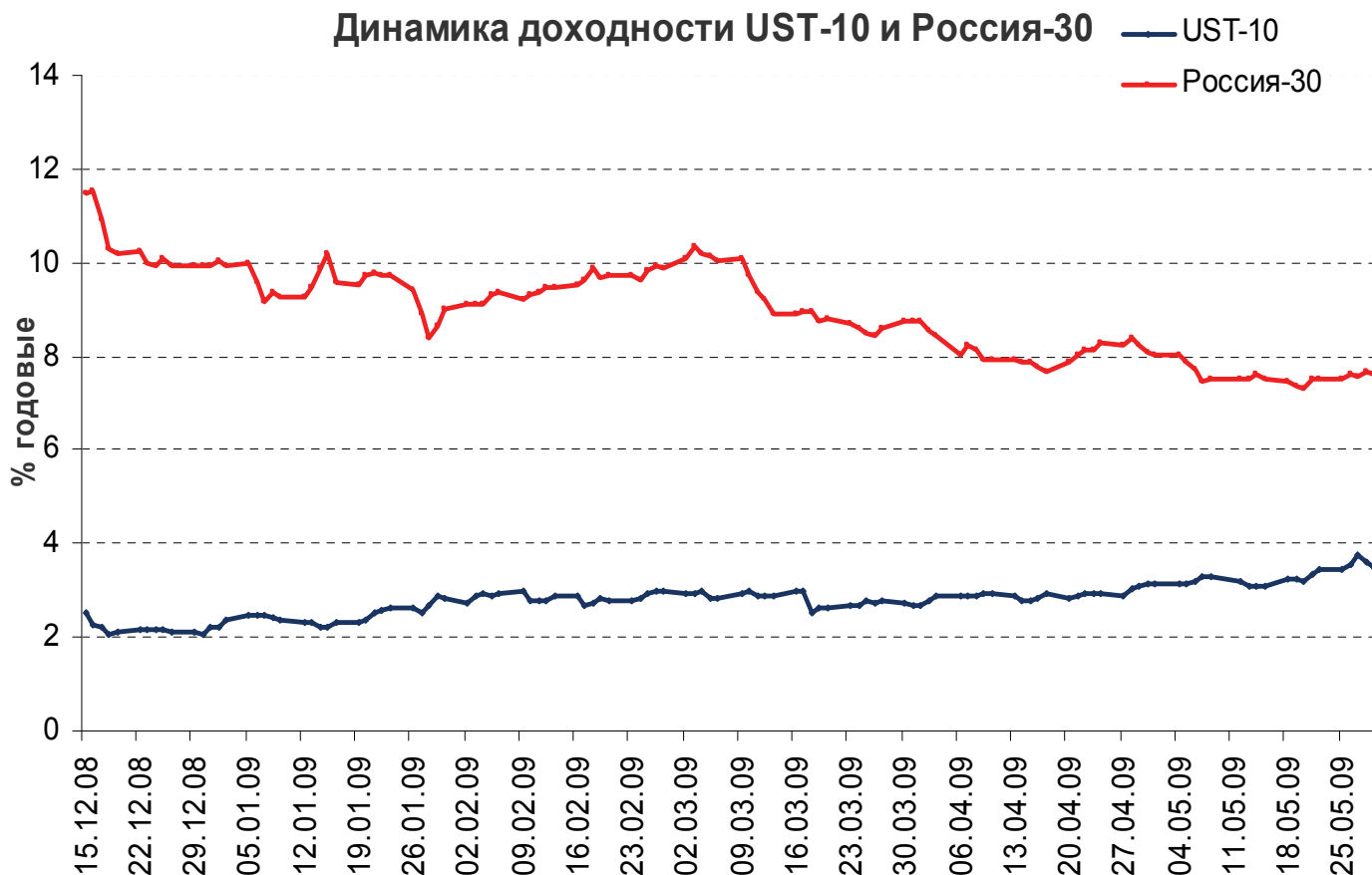
Вторник для индикативного суверенного выпуска Россия – 30 начался с минорной ноты. Котировки выпуска в первую половину сессии опускались до 99,5 % от номинала. Однако после выхода статданных на рынки обрушилась волна оптимизма, которая не обошла стороной и emerging markets. В итоге закрытие Россия – 30 проходило на ценовых уровнях предыдущего дня.

На следующий день сценарий торгов практически повторился. Началось все с распродажи еврооблигаций, а закончилось на уровнях закрытия предыдущего дня. Индикативный суверенный выпуск Россия – 30 в среду закрылся с эффективной доходностью к погашению на уровне 7,59 % годовых (-1 б.п. к уровню предыдущего закрытия).

С открытия торгов в четверг Россия – 30 «провалилась» ниже психологически важного уровня в 100 % от номинала. Однако продолжения нисходящее движение не получило, как впрочем, не получилось закрыться выше 100 % от номинала. При этом стоит отметить, что котировки корпоративных еврооблигаций оставались стабильными.

В пятницу суверенный евробонд Россия – 30 на момент закрытия торговой сессии вновь оказался выше 100 % от номинала. Спрэд индекса EMBI+ Russia в пятницу составил 477,73 б.п. CDS 5Y Россия составил порядка 310 б.п.

Динамика доходности UST-10 и Россия-30



Комментарий по денежному рынку

Денежно-кредитный рынок

Неделя началась с роста ставок МБК на денежно-кредитном рынке. На утро понедельника ставки овернайт можно было наблюдать на уровне 8 – 9 % годовых. Однако уже во второй половине дня, после выплаты НДС и ½ акцизов, ставки МБК начали снижаться. Рост напряжения на денежно-кредитном рынке, на мой взгляд, был обусловлен налоговыми выплатами, а также отсутствием у участников рынка возможности получить ликвидность из какого-то другого источника. Например, из-за выходных в ряде крупных стран операция валютный своп под залог иностранной валюты участникам торгов была недоступна.

Со вторника и вплоть до конца недели ситуация на рынке МБК развивалась благоприятным образом. Ставки овернайт снижались. Внушали оптимизм остающиеся относительно стабильными объемы операций прямого РЕПО с ЦБ РФ. В среднем за неделю объемы заимствований кредитными организациями составили около 15,6 млрд. рублей.

В то же время в понедельник прошел очередной беззалоговый аукцион Банка России, на котором спрос значительно превысил предложение. Предложение составило 50 млрд. рублей сроком на 6 месяцев. При этом общий объем спроса составил около 82,75 млрд. рублей. По итогам аукциона регулятором были удовлетворены заявки на 44,75 млрд. рублей. Ставка отсечения была на уровне 14,35 % годовых. Средневзвешенная ставка составила 14,67 % годовых.

26 мая ЦБ РФ провел беззалоговый аукцион по размещению денежных средств объемом 20 млрд. рублей сроком на 5 недель. Здесь спрос (22,4 млрд. рублей) также превысил предложение. В итоге Банк России предоставил банкам кредиты на сумму 19,67 млрд. рублей. Ставка отсечения – 14,04 % годовых. Средневзвешенная ставка составила 14,96 % годовых.

Неплохой спрос на кредиты регулятора свидетельствует о том, что участники торгов как минимум в среднесрочной перспективе ожидают возникновения проблем с ликвидностью в финансовой системе. На мой взгляд, их опасения небеспочвенны. Впереди банкам предстоит рефинансирование полученных ранее у того же Центробанка займов. Также ставки МБК могут начать рост с повышением активности нерезидентов на денежно-кредитном рынке в случае удорожания бивалютной корзины.

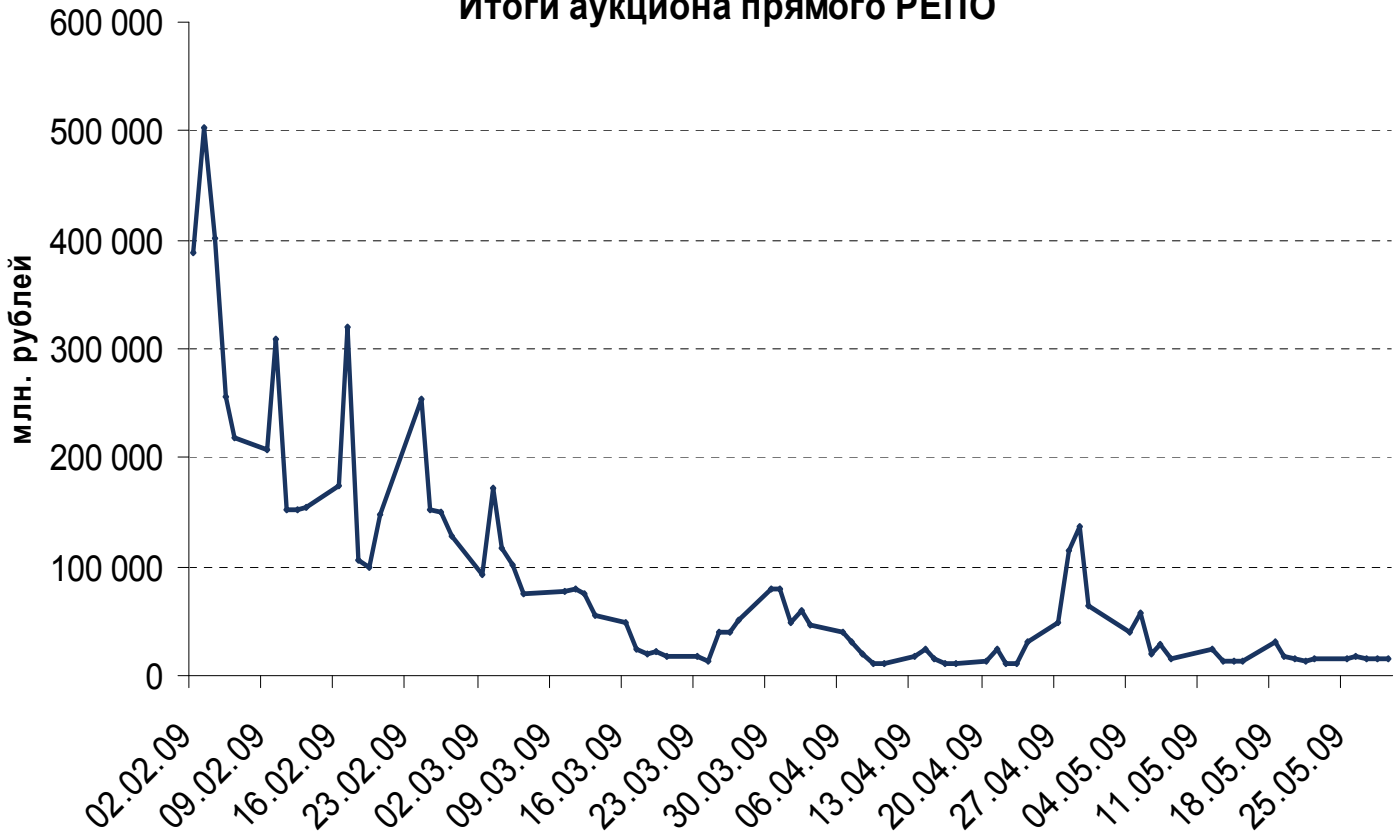
Валютный рынок

На минувшей неделе рубль продолжил следовать за нефтью. Так в понедельник рубль укреплялся по отношению к бивалютной корзине (0,55 доллар США и 0,45 евро) и к доллару США на фоне роста товарных рынков. В результате чего закрытие сессии проходило на уровне 36,6 рубля за корзину. Однако на следующий день цены на «чёрное золото» рухнули, а за ними подешевел и рубль в результате чего стоимость бивалютной корзины в моменте можно было наблюдать на уровне, превышающем 37 рублей за корзину. Дополнительное давление на национальную валюту оказал замминистр экономического развития А. Клепач сообщивший о падении ВВП России в апреле 2009 г. на 10,5 % по отношению к тому же периоду прошлого года. В итоге за 4 месяца 2009 г. падение составило 9,8 %. Однако уже к вечеру нефтяные котировки двинулись вверх в результате чего корзина закрылась на уровне ниже 37 рублей.

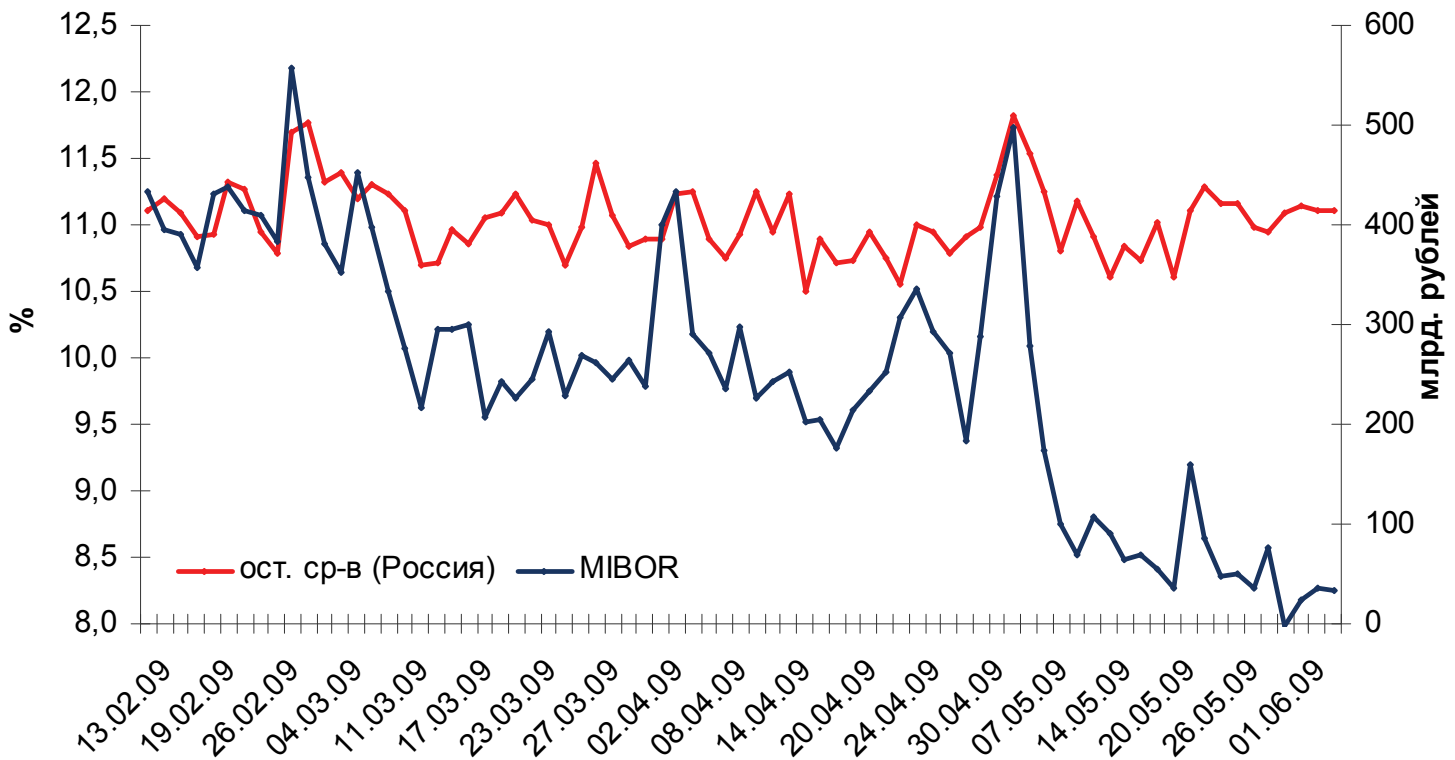
В среду нефть продолжила восходящее движение. Рубль продолжил медленно укрепляться к бивалютной корзине, цена которой на момент закрытия составила 36,68 рубля (-8 копеек к предыдущему уровню закрытия).

До конца недели на валютном и на товарных рынках сохранялась положительная динамика котировок. Интересным событием стало заявление С. Игнатьев, сводившееся к тому, что если доллар США опустится ниже 30 рублей, то Банк России может ужесточить денежно-кредитную политику. Таким образом, если рубль продолжит укрепляться, есть определенная вероятность того, что на обозначенных выше ценовых уровнях интервенции Банка России на валютный рынок участвуют и ужесточатся.

Итоги аукциона прямого РЕПО



Остатки средств на коррсчетах банков (Россия) и MIBOR



Комментарий по рынку внутренних долгов

Рынок рублевых облигаций

Минувшая неделя на внутреннем долговом рынке началась довольно скучно. Как и прежде настроения у инвесторов оставались смешанные. Единственное, что можно было отметить, так это какой-то спрос на качественные и в то же время относительно недооцененные бонды. В качестве яркого примера можно привести вторичное размещение облигаций 03 серии компании «Вимм-Билль-Данн», выкупленные ранее по оферте. Общий объем размещения составил 3 млрд. рублей. Как и ожидалось спрос на облигации, включенные в ломбардный список ЦБ РФ и имеющие ставку купона на уровне 15 % годовых, был очень высокий. Спрос превысил предложение почти в три раза. Таким образом, разместить публичные обязательства эмитенту удалось по цене 100 % от номинала, что соответствует эффективной доходности займа к оферте (ближайшая оферта предусмотрена в сентябре 2010 г.) порядка 15,5 % годовых.

На следующий день основное внимание инвесторов было сконцентрировано на бумагах МТС 04 серии, начавших свое обращение на вторичке. При этом котировки выпуска ожидаемо поднимались и к концу недели приравнялись к 101,5 % от номинала.

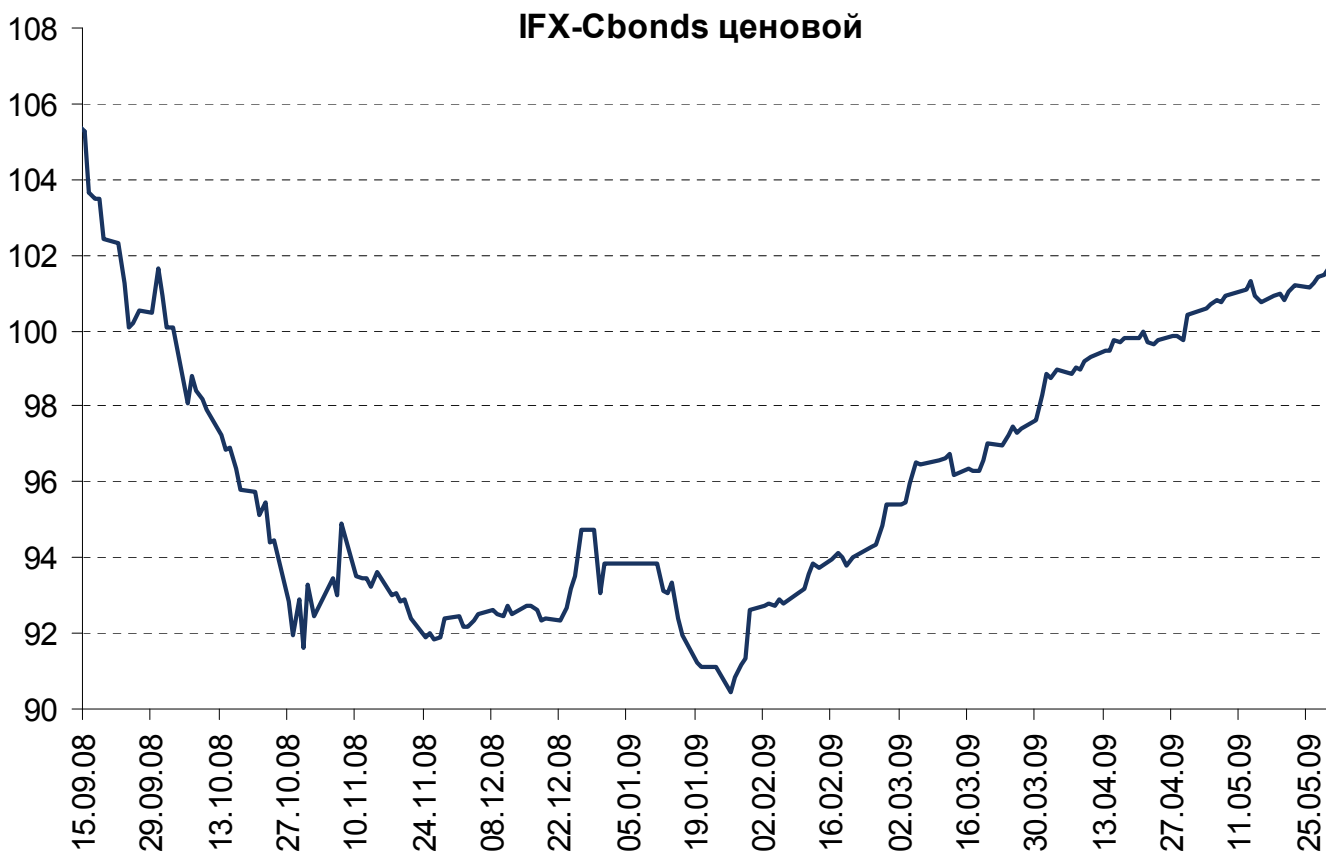
Центральным событием среды стало доразмещение ОФЗ серии 25064. Предложенный объем составлял 6 млрд. рублей. Итоги аукциона можно признать весьма успешными. Весь объем займа был размещен. При этом спрос превысил предложение больше чем в 1,5 раза. Доходность к погашению по средневзвешенной цене составила 12,28 % годовых. Доходность к погашению по цене отсечения - 12,38 % годовых.

Из наиболее интересных событий вторичного рынка выделить можно снижавшиеся в цене облигации Москвы. Продажи городских бондов были спровоцированы заявлениями Москомзайма суть которых сводилась к расширению программы заимствований. Поправка городского бюджета подразумевает дополнительные заимствования на публичном рынке долговых обязательств в 2009 г. на уровне около 36,6 млрд. рублей. Однако паниковать не стоит. Анализ предыдущих городских размещений позволяет сделать вывод, что и на новые выпуски города Москвы будет хороший спрос. А это означает, что возможное снижение котировок бумаг Москвы стоит использовать для выгодных покупок.

В четверг на внутреннем долговом рынке преобладала позитивная динамика котировок. Как и прежде рост котировок затронул в основном наиболее качественные корпоративные бумаги. Одним из главных событий стало сообщение компании РЖД об окончании размещения выпуска РЖД 12 серии объемом 15 млрд. рублей. Ставка купона по результатам аукциона составила 14,90 % годовых. Оферте через 2,5 года. При этом по информации от организаторов спрос превысил предложение больше чем в 2 раза и составил 36 млрд. рублей, что, в свою очередь, свидетельствует о том, что свободной рублевой ликвидности на рынке больше чем достаточно и предложение новых качественных бондов, скорее всего, будет покрыто инвесторами с лихвой.

В пятницу рост рынка рублевых облигаций продолжился. Выделить можно было обязательства МТС 04 серии, ВБД 03 серии, бумаги Газпром нефти, а также наиболее ликвидные выпуски города Москвы. Росли в цене и менее заметные прежде облигации.

Данный рост котировок неудивителен. На внешних торговых площадках последние несколько дней преобладали оптимистичные настроения. Кроме того, на календаре значились последние дни мая. А рост котировок в конце месяца это уже добрая традиция, цель которой – «нарисовать» прибыль.



Кредитный комментарий

Натур Продукт предложил «панацею» от дефолта

На прошлой неделе состоялась встреча Группы «Натур Продукт» с держателями ее облигаций второй серии на 1 млрд. руб. Цель встречи давно уже ни для кого не секрет: в июне Группе предстоит погашение данного облигационного выпуска, но средств на обслуживание публичного долга у компании не хватает, в связи с чем руководство Натур Продукта и консультанты Группы предложили держателям облигаций реструктуризацию данного займа. Согласно предложенному плану реструктуризации, согласившимся на него держателям бумаги второй серии будут обменяны на новый облигационный выпуск с выплатой 15% задолженности сразу, еще по 10,5% общего долга будут выплачены во 2 и 4 кварталах 2010г., а оставшаяся часть долга (64%) будет погашена во 2 квартале 2011г. При этом ставку ежеквартального купона на все 2 года обращения облигаций третьей серии Группа планирует установить на уровне 19,5% годовых. Напомним, что размещение второй серии облигаций Группы «Натур Продукт» объемом 1 млрд. руб. состоялось в июне 2006г., эмитентом выступила специально созданная для этих целей компания «Натур Продукт - Инвест», а поручителем – холдинговая компания Группы, «Natur Produkt Holdings Limited S.A.» (Люксембург), на сегодняшний день в обращении осталось 95% выпуска, а срок погашения наступит 16 июня этого года.

Также на встрече с держателями облигаций представители руководства Группы «Натур Продукт» рассказали об итогах деятельности компании за 2008г., ее текущем состоянии, последних изменениях в организационной структуре Группы и прогнозах компании на будущее.

В первую очередь стоит отметить, что до недавних пор Группа «Натур Продукт» состояла из двух относительно самостоятельных направлений бизнеса: «Бренды» (производство и оптовая продажа фармацевтической продукции) и «Ритейл» (розничные продажи через собственную сеть аптек). При этом аптеки, согласно данным руководства Натур Продукта, несмотря на постоянные вложения со стороны «Брендов» так и не вышли на безубыточность, ежегодно принося по 10-15 млн. USD операционных убытков, и в итоге были проданы основателям «Ритейла» в обмен на их акции в холдинговой компании Натур Продукта плюс 345 млн. руб. (именно из этих средств Группа «Натур Продукт» планирует произвести первую планируемую выплату в 15% выпуска или 142,5 млн. руб., а также купон в сумме порядка 70 млн. руб.). В результате данной сделки Renova Capital увеличила свою долю в обновленном Натур Продукте с 60,5% до ~100%, а розничное направление «Ритейл» вместе с сетью аптек было полностью выведено из структуры Группы. Тем не менее, как особо отметили представители руководства Натур Продукта на встрече, несмотря на полученный полный контроль над Группой, Renova Capital не будет инвестировать дополнительные средства в компанию для своевременного успешного погашения задолженности по облигационному займу.

В итоге, Группа «Натур Продукт» в своей текущей структуре сосредоточилась исключительно на производстве фармацевтической продукции как на собственном голландском заводе (25% всей продукции), так и по контракту с рядом европейских фармацевтов. После продажи собственной сети аптек реализация продукции Натур Продукта будет производиться исключительно через сторонних дистрибуторов в России и странах СНГ. Согласно данным руководства Группы, еще в 2007г. компания начала наращивать реализацию через посредников, сокращая прямые продажи и закрывая региональные филиалы, и на сегодняшний день около 90% продаж Натур Продукта приходится именно на дистрибуторов. Данная стратегия позволила Группе, не уменьшая объемы продаж, сократить операционные издержки, так как средний уровень затрат при реализации через посредников составляет порядка 12% от выручки, тогда как при прямых продажах – 17%. При этом стоит отметить, что последние полгода из-за сильной девальвации рубля по отношению к евро Группа «Натур Продукт» ежемесячно производит пересмотр цен для дистрибуторов, что также позволяет поддерживать средний уровень издержек на допустимом уровне. Так, с начала 2009г. из-за девальвации рубля Натур Продукт дважды поднимал цены на свою продукцию суммарно на 14%, по подсчетам Группы для сохранения уровня EBITDA увеличение цен на продукцию компании должно составлять около 1/3 от прироста курса евро.

Согласно данным Группы «Натур Продукт», в результате продажи розничного направления, несмотря на снижение абсолютных показателей объемов бизнеса, компания значительно улучшает показатели своей эффективности. Так, по итогам 2008г. консолидированная выручка Натур Продукта,

включающая результаты направления «Бренды» и «Ритейл», составила 4,6 млрд. руб., но уже на операционном уровне компания получила убыток в 34 млн. руб., а чистый убыток за год составил 444 млн. руб. Вместе с тем, согласно отчету про-форма Группы «Натур Продукт» за 2008г., включающему результаты только производственного направления, по итогам прошлого года выручка компании увеличилась на 25% до 1,4 млрд. руб., а EBITDA за счет экономии на операционных расходах выросла на 78% и составила 303 млн. руб., рентабельность EBITDA за отчетный год увеличилась с 14,8% до 21%. Чистая прибыль про-форма по итогам 2008г. составила 125 млн. руб., немного сократившись по сравнению с аналогичным показателем предыдущего года из-за высоких расходов на обслуживание финансового долга.

Динамика основных финансовых показателей Группы «Натур Продукт», млн. руб.				
Основные финансовые показатели	2008 консол.*	2007	2008	2009П
Выручка	4 561	1 149	1 441	1 657
Валовая прибыль	1 758	714	919	1 049
EBITDA	-34	170	303	459
Чистая прибыль (убыток)	-444	127	125	120
Активы	2 725	1 001	1 935	н/д
Собственный капитал	н/д	299	337	н/д
Операционный денежный поток	-275	н/д	52	102
Показатели рентабельности				
Валовая рентабельность, %	38,5	62,1	63,8	63,3
Рентабельность EBITDA, %	отриц.	14,8	21,0	27,2
Рентабельность чистой прибыли, %	отриц.	11,1	8,7	7,2
Рентабельность активов, %	отриц.	12,7	6,5	–
Показатели долговой нагрузки				
Финансовый долг	1 710	550	1 403	1 210
Выручка/Финансовый долг, х	2,7	2,1	1,0	1,4
Финансовый долг/ EBITDA, х	отриц.	3,2	4,6	2,6
EBITDA /Проценты к уплате, х	–	–	3,9	1,8
Финансовый долг/Активы	0,63	0,55	0,73	–

* – консолидированные результаты направления «Бренды» и «Ритейл»

Источник: данные Группы «Натур Продукт», расчеты АКБ «Связь-Банк»

На конец этого года руководство Группы «Натур Продукт» планирует выйти на уровень 1,7 млрд. руб. по выручке за счет роста объемов реализации продукции, так как по оценкам компании экономический спад не должен негативно повлиять на продажи Группы, учитывая низкую чувствительность спроса на фармпродукцию к изменению экономических условий. Также существенную поддержку уровню продаж Группы «Натур Продукт» оказывает стабильно высокий спрос на продукцию компании, так как она относится к средней ценовой категории, продажи в которой в условиях экономического спада растут за счет переключения спроса с более дорогостоящих аналогов. Показатель EBITDA, по оценкам компании, на конец 2009г. за счет дальнейшего контроля над издержками должен составить порядка 460 млн. руб., что соответствует рентабельности EBITDA в 27%. Обеспечить такой уровень доходности, позволяющий обслуживать публичный долг в ходе реструктуризации, руководство Группы «Натур Продукт» планирует за счет ряда мер по сокращению операционных издержек компании. Во-первых, благодаря снижению затрат на персонал на 17% за счет сокращений в головном офисе и введения 4-х дневной рабочей недели, а также благодаря снижению затрат на логистику и аренду на 26% и 37% соответственно за счет переложения этих функций на дистрибуторов и закрытия в связи с этим 10 региональных складов, и, наконец, благодаря снижению затрат на маркетинг на 15% за счет сокращения рекламного бюджета.

Также отмечаем, что в результате выделения розничного направления бизнеса из структуры Группы обособленный финансовый долг Натур Продукта по итогам 2008г. составил 1,4 млрд. руб., в том числе облигационный заем в сумме 950 млн. руб., долг по которому компания не в состоянии погасить вовремя. По итогам отчетного года уровень долговой нагрузки компании можно охарактеризовать как критический: соотношение «Выручка/ Финансовый долг» составило всего 1,0х, а показатель

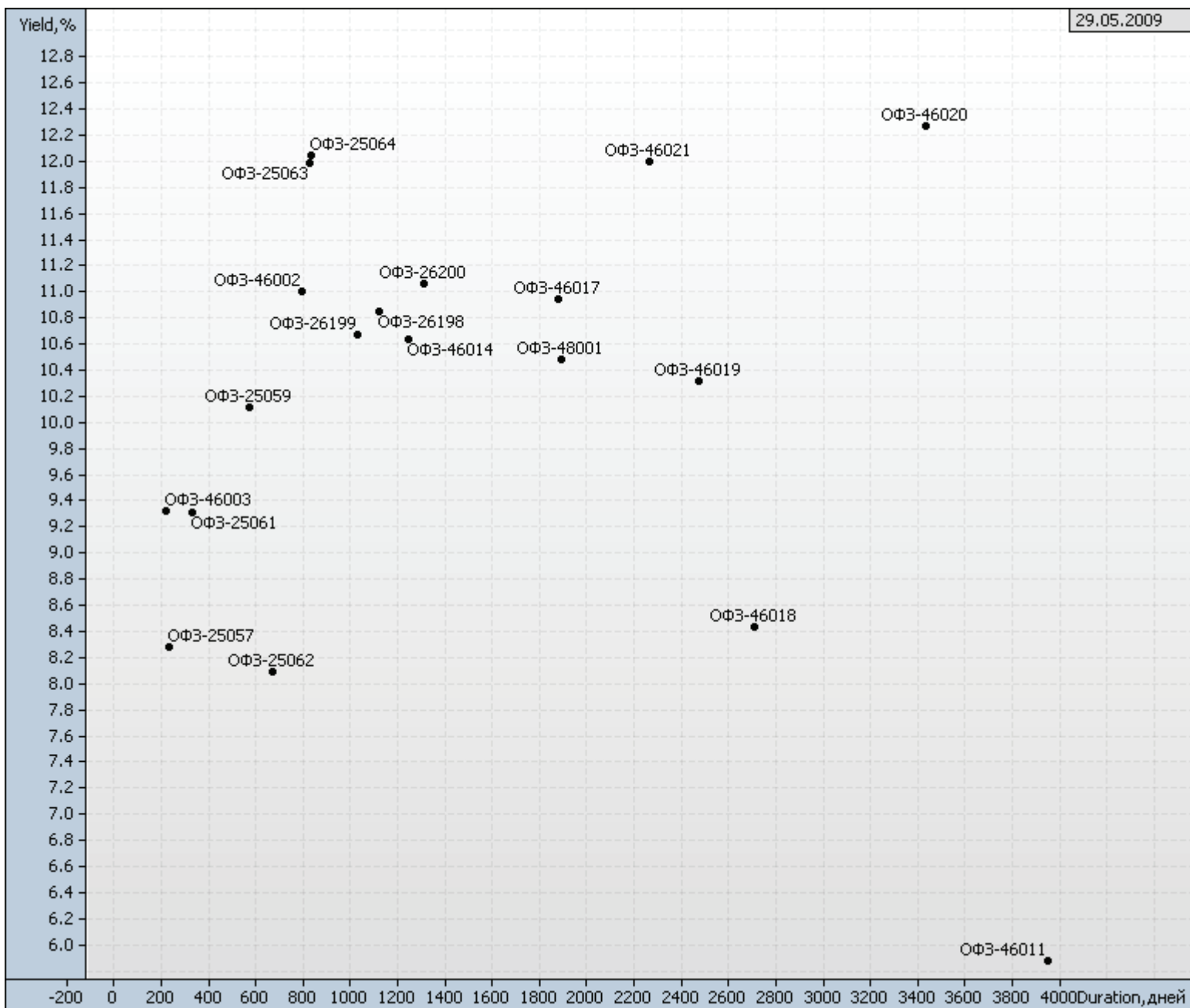
«Финансовый долг/ EBITDA» достиг 4,6х. При этом, текущий финансовый долг компании составляет 1,2 млрд. руб. и является преимущественно краткосрочным, так как более 90% задолженности подлежит погашению в этом году. Среди основных банков-кредиторов Группы можно выделить ВТБ и Уралсиб, которые выдали компании краткосрочные кредиты для финансирования оборотного капитала на общую сумму порядка 260 млн. руб. под залог недвижимости и продукции Группы. На сегодняшний день Группа «Натур Продукт» ведет переговоры с данными банками о пролонгации выданных ими кредитов. Также стоит отметить, что свободные от обеспечения активы на территории РФ на балансе Натур Продукта руководство Группы оценивает в 300 млн. руб. в виде недвижимости (50 млн. руб.) и товаров на складах, что предполагает достаточно невысокий уровень компенсации в случае банкротства компании.

Если вернуться к вопросу реструктуризации 2-й серии облигационного займа Натур Продукта путем обмена данных бондов на новый выпуск, то стоит отметить, что в сложившейся у Группы ситуации условия плана реструктуризации мы в целом оцениваем как приемлемые. При этом мы отмечаем ряд положительных и отрицательных факторов. Во-первых, предусмотренные по новому выпуску ковенанты предполагают возможность для держателей облигаций досрочно предъявить их к погашению (опцион PUT), если будут нарушены сроки выплаты купонного дохода, а также если любая из компаний Группы просрочит банковские кредиты. Во-вторых, в отличие от облигаций второй серии, поручительство по новому займу Натур Продукта помимо холдинговой компании предоставит еще и основная операционная компания Группы, ЗАО «НП Интернешнл», что несколько повышает уровень обеспечения по новому выпуску. В-третьих, обновленная организационная структура бизнеса и в целом реалистичные прогнозы по операционной деятельности Натур Продукта позволяют надеяться на достаточный уровень денежного потока Группы, который позволит компании обслуживать обязательства в течение всего периода обращения облигаций третьей серии. Вместе с тем, некоторую тревогу вызывает намерение Натур Продукта погасить сразу 64% нового выпуска в 2011г., причем лишь пятую часть из этих средств за счет собственных источников, а оставшуюся – за счет банковского кредита, возможность получения которого Группой в столь отдаленной перспективе вряд ли можно считать гарантированной ввиду текущей неопределенности на рынке кредитования. Также опасение вызывает тот факт, что сама реструктуризация состоится лишь в том случае, если абсолютное большинство текущих держателей облигаций Натур Продукта согласится на условия, предложенные компанией и ее консультантами. Пока же остается непонятным, как будут защищены инвесторы, согласившиеся на реструктуризацию долга, от возможных исков «несогласных», требующих банкротства компании, а также пока неясна позиция банков-кредиторов по вопросу пролонгации ранее выданных кредитов.

Группа «Натур Продукт» в своей текущей структуре занимается производством и оптовой продажей безрецептурных лекарственных средств, витаминов, БАД и продуктов питания функционального назначения под собственными торговыми марками в России и странах СНГ. Группа имеет в своем портфеле более 30 продуктовых линеек, основные бренды: АнтиГриппин, Анти-Ангин, Натурино, Вита Плант, Натуретто, Эвкалипт, Шалфей. Натур Продукт производит около 25% своей продукции на собственных мощностях в Голландии, а остальная часть производится по заказам Группы различными европейскими фармацевтическими компаниями. Практически 100% контроль над Группой «Натур Продукт» осуществляет Renova Capital.

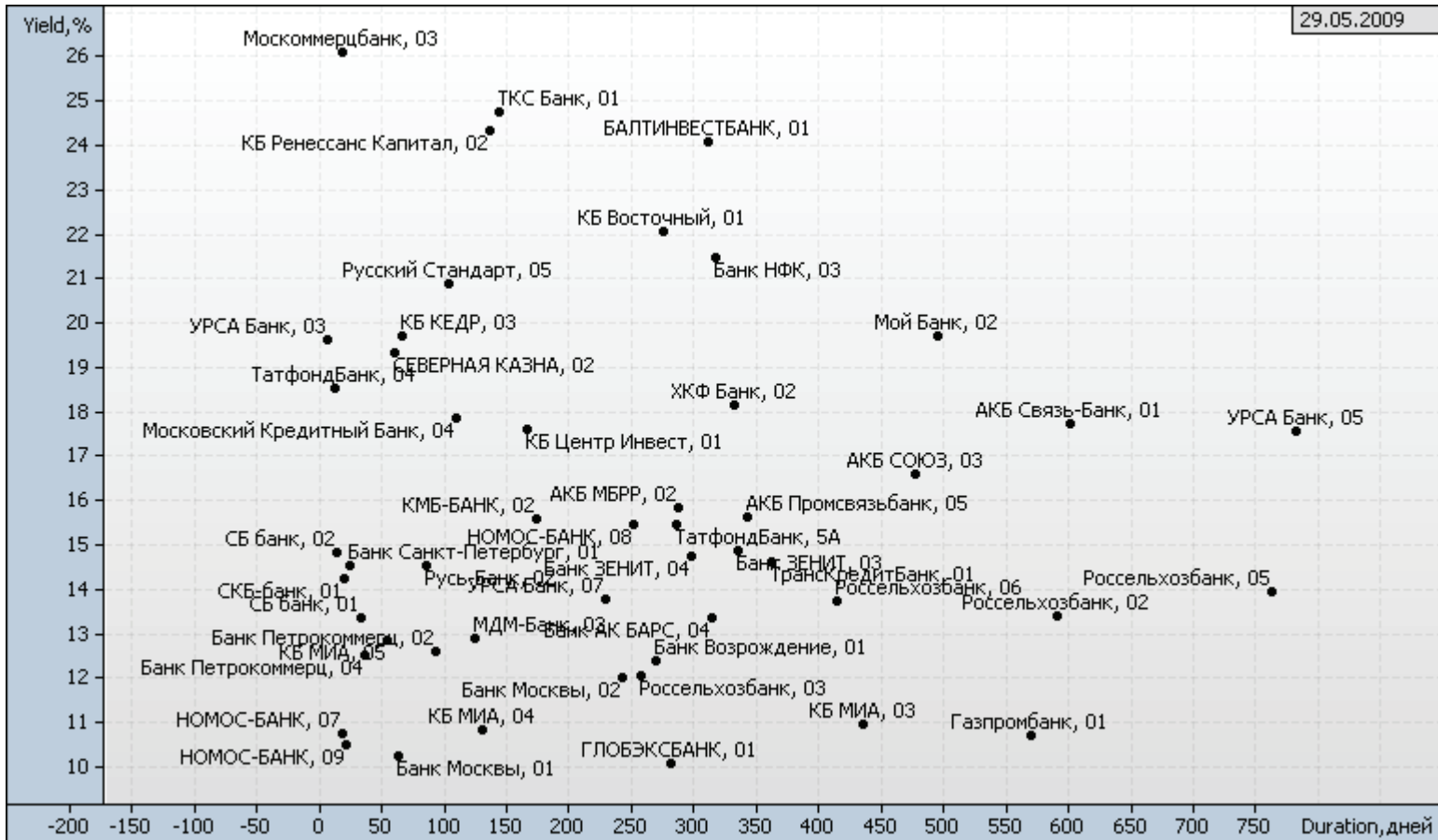
Карта рынка. Государственные и корпоративные обязательства.

ОФЗ

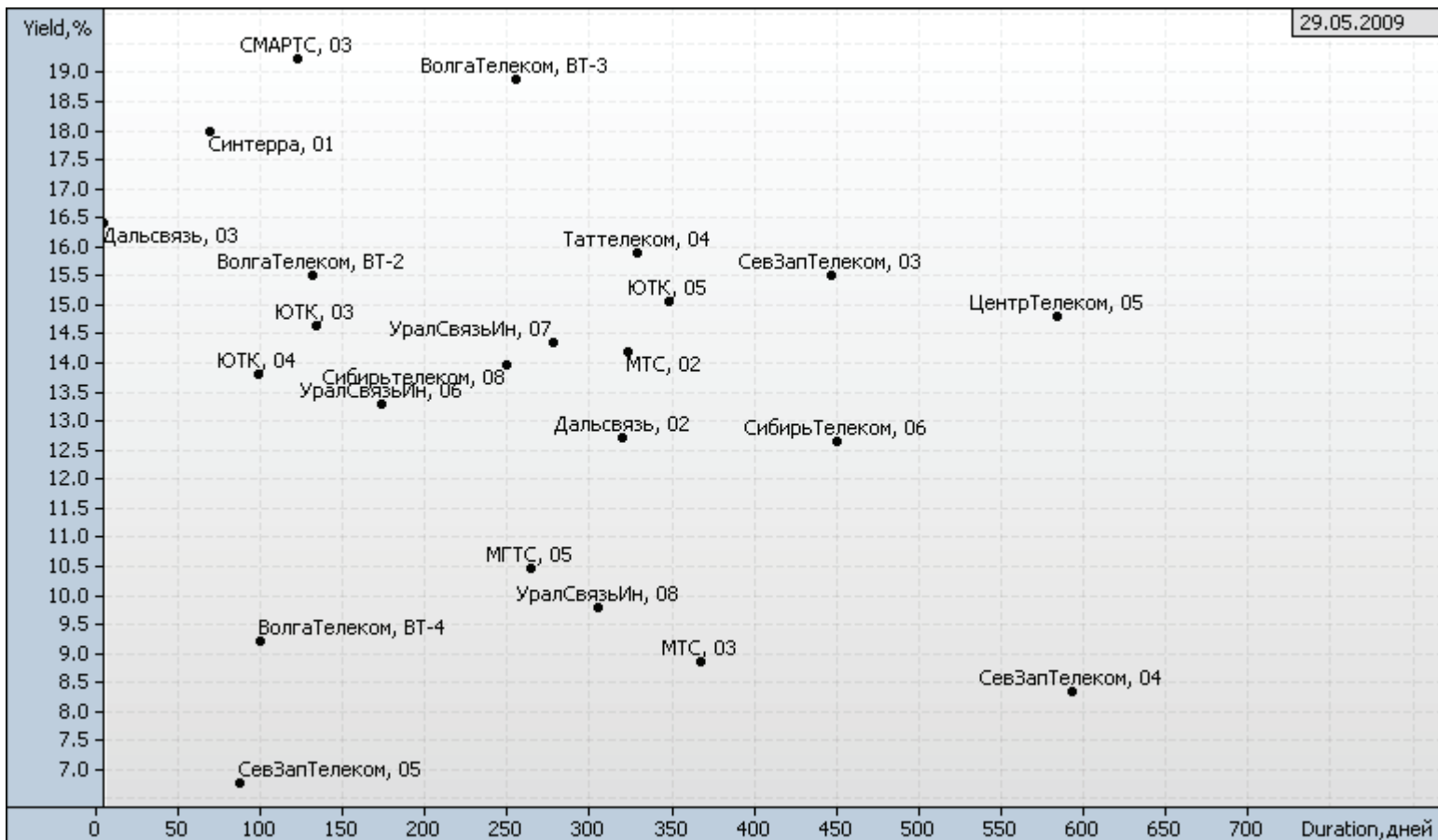


Источник: QuoteTotal 2

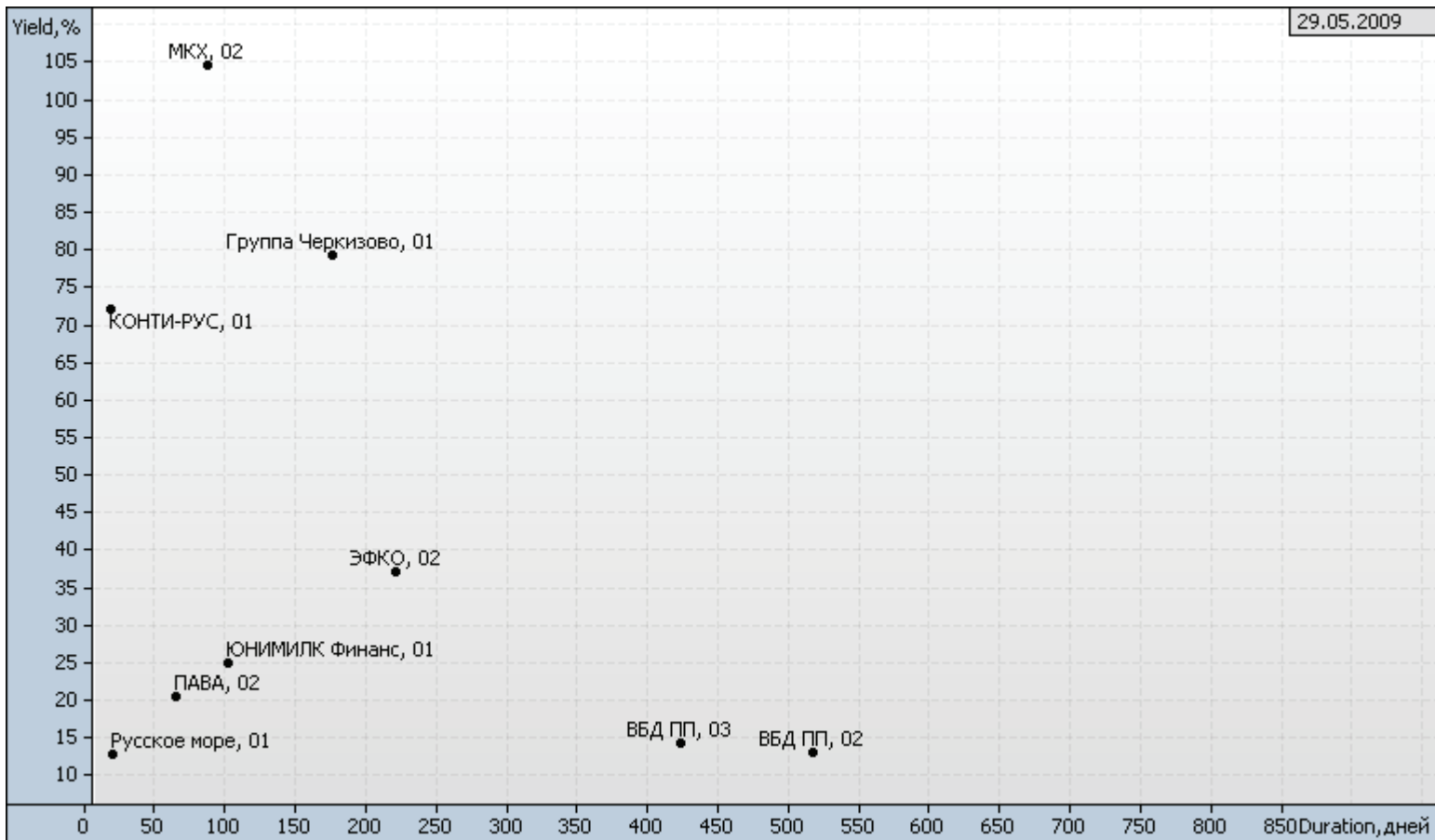
Банки



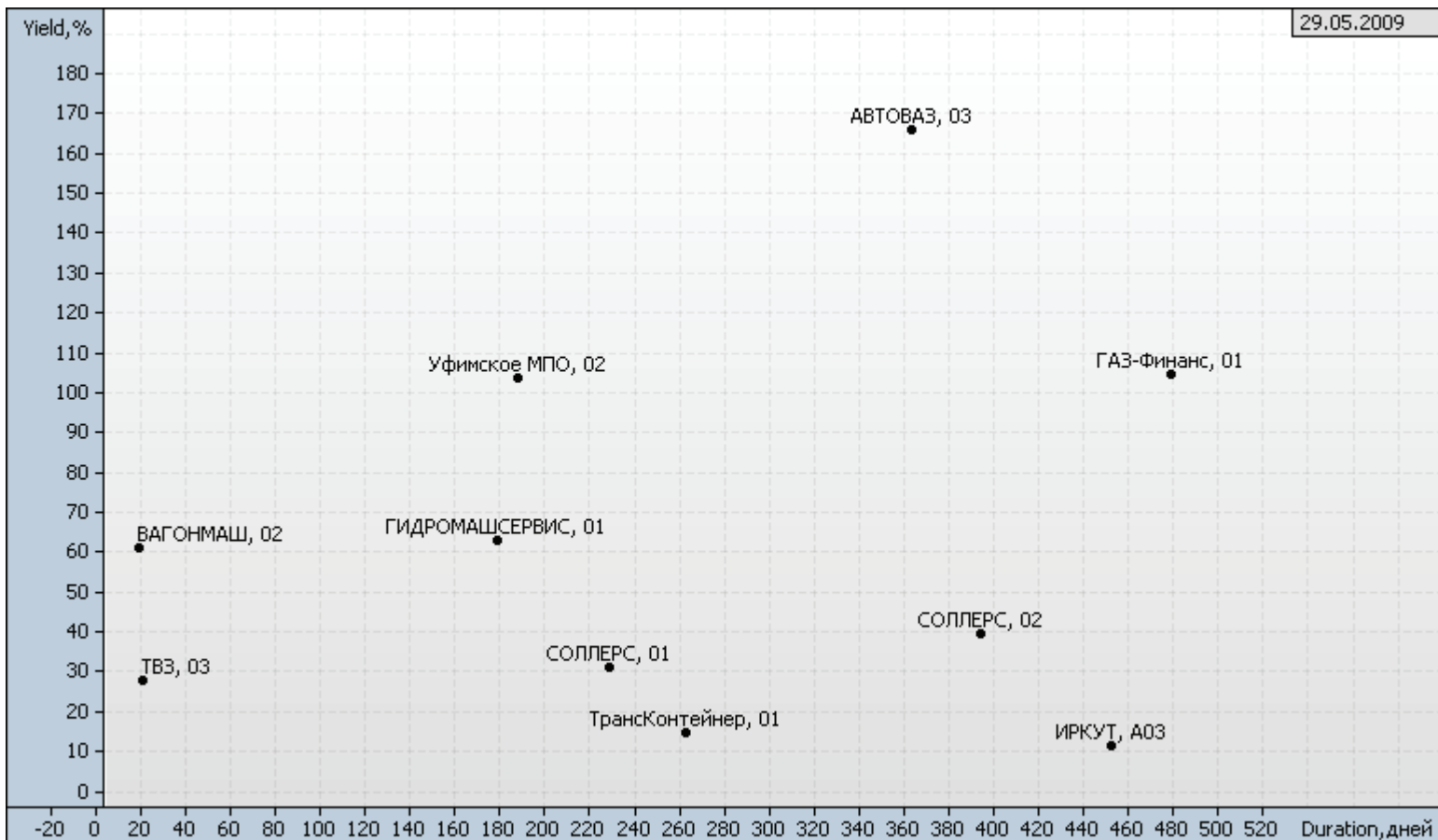
Телекомы



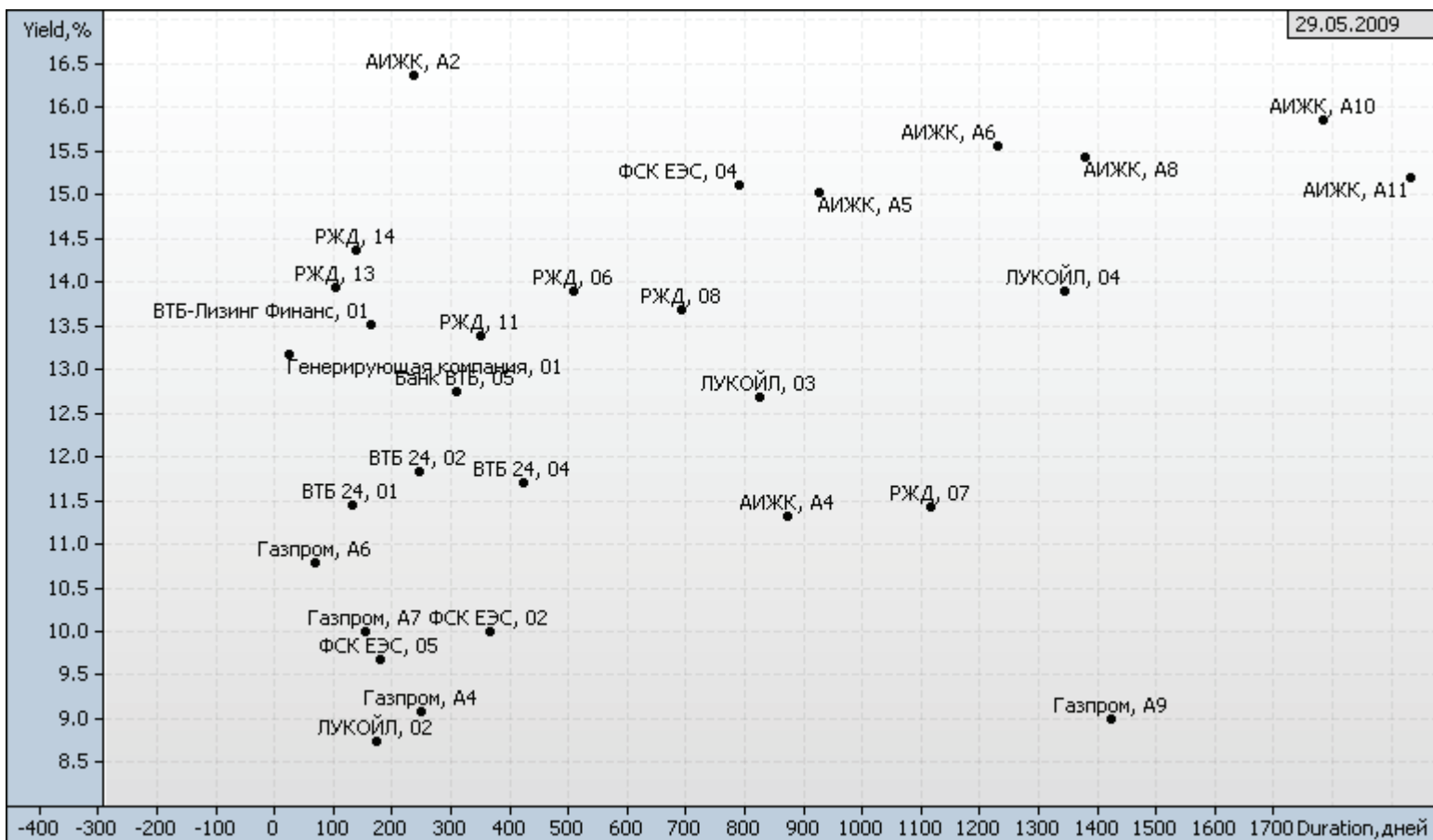
Пищевая промышленность



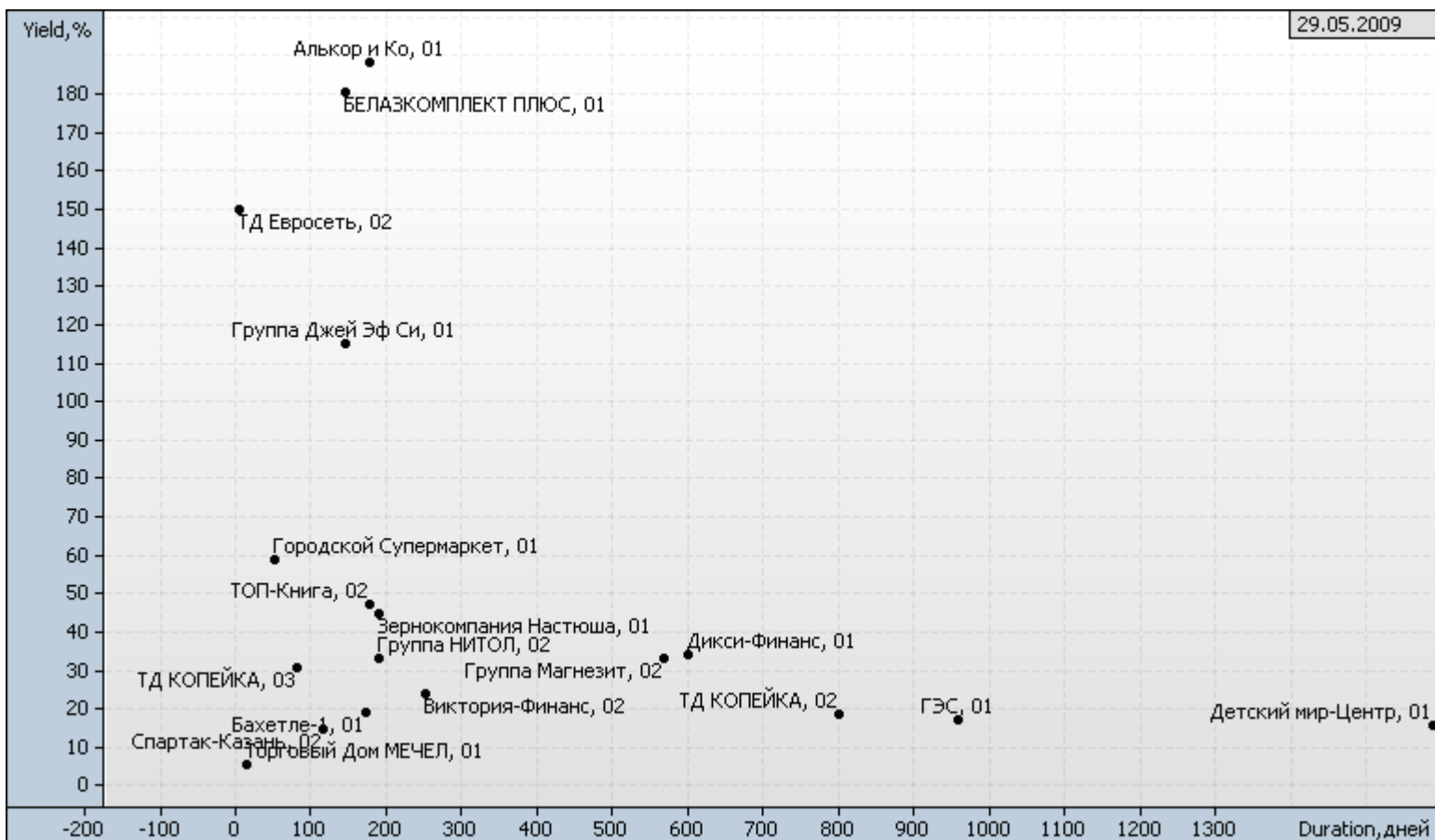
Машиностроение



Фишки



Торговля



ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Описания любой компании или компаний, и (или) их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые АКБ «Связь-Банк» считает надежными, Банк не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. АКБ «Связь-Банк», его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

АКБ «Связь-Банк» и связанные с ним стороны, должностные лица и (или) сотрудники Банка и (или) связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и (или) намереваются приобрести такие доли капитала и (или) выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). АКБ «Связь-Банк» и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, АКБ «Связь-Банк» может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). АКБ «Связь-Банк» может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (495) 228-38-06

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОАО АКБ «Связь-Банк»
125375, г. Москва, ул. Щепкина, д. 40, стр.1
Тел.: +7(495) 228-36-42
E-mail: IB@sviaz-bank.ru
Internet: <http://www.sviaz-bank.ru/>

Руководство

Автухов Михаил 228-38-01
IB@sviaz-bank.ru

Бахшиян Шаген 228-36-42
IB@sviaz-bank.ru

Эмиссия долговых инструментов

Барков Дмитрий 228-36-42 (30-93)
emission@sviaz-bank.ru

Смакаев Роберт 228-36-42 (33-37)
emission@sviaz-bank.ru

Волгарев Виктор 228-36-42 (30-97)
emission@sviaz-bank.ru

Менлиманова Мирана 228-36-42 (30-23)
emission@sviaz-bank.ru

Сухина Юлия 228-36-42 (30-24)
emission@sviaz-bank.ru

Кривоногова Юлия 228-36-42 (31-99)
emission@sviaz-bank.ru

Продажи на финансовых рынках

Сумин Владимир 228-38-06 (30-32)
sales@sviaz-bank.ru

Очкин Алексей 228-38-06 (31-01)
sales@sviaz-bank.ru

Голубничий Денис 228-38-01 (30-48)
sales@sviaz-bank.ru

Дергачев Дмитрий 228-38-01 (30-48)
sales@sviaz-bank.ru

Бабаджанов Сухроб 228-38-01 (31-24)
broker@sviaz-bank.ru

Клиентское обслуживание

Хмелева Ольга 228-38-06 (30-77)
broker@sviaz-bank.ru

Виноградова Анна 228-38-06 (31-02)
broker@sviaz-bank.ru

Анализ финансовых рынков

Свиридов Станислав 228-38-01 (31-92)
research@sviaz-bank.ru

Бодрин Юрий 228-38-01 (31-06)
research@sviaz-bank.ru

Гребцов Максим 228-38-01 (31-88)
research@sviaz-bank.ru

Тарасов Олег 228-38-01 (30-94)
CR@sviaz-bank.ru